

房地产行业专题

香港楼市再复盘与新动态

优于大市

核心观点

香港楼市复苏进程：从止跌到量价同步修复。2026年上半年，香港住宅市场已由政策带动下的成交修复，进一步走向量价同步改善。1—7月私人住宅成交同比增长30.5%，其中二手成交增长36.5%，快于一手市场，说明复苏的动力正由开发商低价推盘，转向居民对价格底部、转售流动性和置换时点形成更稳定的共识。售价指数截至6月同比上涨12.7%，较2025年3月低点累计回升13.4%；中等面积段价格表现更强，中高总价成交增速亦明显领先，置换链开始修复。

租金创新高是本轮价格修复最重要的基本面锚。2026年6月香港住宅租金指数同比上涨5.1%，再创历史新高，且家庭型面积段租金涨幅更高，反映人口流入、家庭分户及改善型居住需求仍具韧性。与此同时，新增按揭实际利率已大致稳定于3.25%附近，租金回报率与融资成本的差距较高利率阶段显著收窄。

租售关系的再解释：为何长期同步但本轮租售错位。长期看，香港住宅售价和租金指数基本同周期，历次拐点通常只差数月，而本轮却形成租售错位。造成错位的原因是人口回流率先转化为租赁需求，但利率高企抑制购房需求和库存升高压制新房市场阻碍了房价的同步复苏。

从历史复盘来看，单一变量不足以造成租售同步或错位，本轮租售错位并非由人口、利率或库存中的某一单项决定，而是这些变量在同一阶段形成了方向相反的传导，造成了租赁和购房需求产生了背离。租金是观察基本面是否托底的领先变量，利率、库存和去化则决定这一托底能否转化为短期价格修复。

供给约束下的复苏路径：库存、去化与后市推断。本轮香港楼市复苏不是无约束的普涨行情。香港已完工未售、在建待售及待开工住宅合计广义库存仍约10.8万套，较高的库存仍是未来数年价格修复必须消化的约束条件，后续更可能呈现温和、分化式上涨，同时与住宅市场形成鲜明对比的是，商业地产尚未出现同步修复。我们认为，本轮预计不会复制2003—2008年快速、全面、持续的估值扩张，中期香港住宅价格跟随租金、利率和成交逐步修复，全年与季度节奏会受到HIBOR波动和新盘供应的显著影响。

短期看，7月香港租金指数持续上升，售价指数回落，售价指数单月回落不宜过度解读为市场重新转弱，但房价上行速度大概率会放慢，我们认为全年香港售价指数涨幅在10%以内

对内地房地产的借鉴意义：重视租金反季节上涨。对内地而言，香港经验的核心不在于复制其房价路径，而在于重新重视租金预期在资产定价中的作用。7月全国80城租金已连续三个月反季节上涨，是2021年租金系统性走弱以来首次出现淡季改善。相比静态租金收益率，租金能否止跌并形成增长预期，对房价的解释力更强；租金走强类似于房地产资产现金流的“EPS止跌”，为房价企稳提供了比交易量改善更具内生性的逻辑支撑。

风险提示：宏观环境下行，房贷利率上行，需求萎缩、政策收紧等变化带来的风险。

行业研究 · 行业专题

房地产

优于大市 · 维持

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《统计局2026年1-8月房地产数据点评-8月地产基本面整体偏弱，但房价趋势相对积极》——2026-09-16

《房地产现房销售新观点-短期会有情绪冲击，但长期利大于弊》——2026-08-28

《统计局2026年1-7月房地产数据点评-7月销售量价边际改善，地产股价值空间有望释放》——2026-08-18

《统计局2026年1-6月房地产数据点评-6月销售规模和投融资边际走弱，但房价和库存指标尚可》——2026-07-15

《近期地产数据观察-租金反季节走强，房价止跌逻辑强化》——2026-07-07

内容目录

香港楼市复苏进程：从止跌到量价同步修复	5
成交连续扩张，二手市场接棒成为主引擎	5
价格修复加速，已从低位反弹转向趋势性回升	5
价格修复最重要的基本面锚：租金创新高	7
租金回报率收敛，资产现金流重新进入可比较区间	8
结构变化：中高总价成交增长更快，置换链开始修复	9
租售关系的再解释：为何长期同步但本轮租售错位	11
长期看租售指数基本同步，但房价波动始终更大	11
为何本轮租售错位：人口回流率先转化为租赁需求	12
为何本轮租售错位：利率高企抑制购房需求	13
为何本轮租售错位：库存升高压制新房市场	14
租售关系再复盘：单一变量不足以造成租售同步或错位	14
供给约束下的复苏路径：库存、去化与后市推断	15
库存仍处高位，决定本轮不是无约束上涨	15
一手去化改善为价格提供支撑，但开发商仍有主动定价权	16
商业地产仍偏弱，不宜将住宅修复外推为全物业周期反转	17
对比 1997-2008：不是金融危机式出清，缺少强宏观与全球流动性的共振	18
短期判断：房价进入中低斜率修复	19
对内地房地产的借鉴意义：重视租金反季节上涨	19
风险提示	21

图表目录

图1: 近两年香港一手住宅成交量(单位:套)	5
图2: 近两年香港二手住宅成交量(单位:套)	5
图3: 近两年香港私人住宅售价指数	6
图4: 近两年香港私人住宅售价指数(<40 平米)	6
图5: 近两年香港私人住宅售价指数(40 至 69.9 平米)	6
图6: 近两年香港私人住宅售价指数(70 至 99.9 平米)	6
图7: 近两年香港私人住宅售价指数(100 至 159.9 平米)	6
图8: 近两年香港私人住宅售价指数(>160 平米)	6
图9: 近两年香港私人住宅租金指数	7
图10: 近两年香港私人住宅租金指数(<40 平米)	7
图11: 近两年香港私人住宅租金指数(40 至 69.9 平米)	7
图12: 近两年香港私人住宅租金指数(70 至 99.9 平米)	7
图13: 近两年香港私人住宅租金指数(100 至 159.9 平米)	8
图14: 近两年香港私人住宅租金指数(>160 平米)	8
图15: 近两年香港私人住宅租金回报率(%)(<40 平米)	8
图16: 近两年香港私人住宅租金回报率(%) (40 至 69.9 平米)	8
图17: 近两年香港私人住宅租金回报率(%) (70 至 99.9 平米)	9
图18: 近两年香港私人住宅租金回报率(%) (100 至 159.9 平米)	9
图19: 近两年香港 HIBOR 变化(%)	9
图20: 近两年香港新增房贷利率变化(%)	9
图21: 近两年香港住宅买卖数量(<100 万)	10
图22: 近两年香港住宅买卖数量(100 万至 200 万)	10
图23: 近两年香港住宅买卖数量(200 万至 300 万)	10
图24: 近两年香港住宅买卖数量(300 万至 500 万)	10
图25: 近两年香港住宅买卖数量(500 万至 1000 万)	11
图26: 近两年香港住宅买卖数量(>1000 万)	11
图27: 1997-2003 周期房价与租金关系	12
图28: 2003-2008 周期房价与租金关系	12
图29: 2008-2018 周期房价与租金关系	12
图30: 2021-2025 周期房价与租金关系	12
图31: 1997-2003 周期房价与租金关系	13
图32: 2003-2008 周期房价与租金关系	13
图33: 2021 至 2024 年香港新增房贷利率变化(%)	13
图34: 2021 至 2024 年香港 HIBOR 变化(%)	13
图35: 2021 至 2024 年香港私人住宅租金回报率(%) (<40 平米)	14
图36: 2021 至 2024 年香港私人住宅租金回报率(%) (40 至 69.9 平米)	14
图37: 香港狭义库存和广义库存去化周期	14

图 38: 香港现房库存去化周期	14
图 39: 香港新房库存总量 (套)	16
图 40: 香港新房库存环比	16
图 41: 香港狭义库存和广义库存去化周期	16
图 42: 香港现房库存去化周期	16
图 43: 香港土地出让次数	16
图 44: 香港土地出让面积	16
图 45: 甲级写字楼售价指数	17
图 46: 商业地产售价指数	17
图 47: 甲级写字楼租金指数	18
图 48: 商业地产租金指数	18
图 49: 1997-2003 周期前后香港 GDP 现价同比	18
图 50: 1997-2003 周期前后香港失业率	18
图 51: 全国租金和房价走势	20
图 52: 上海租金和房价走势	20
图 53: 北京租金和房价走势	20
图 54: 苏州租金和房价走势	20
图 55: 合肥租金和房价走势	20
图 56: 郑州租金和房价走势	20

表 1: 典型项目从低开去化到收窄折扣/提价的路径 (2025—2026 年)	17
---	----

香港楼市复苏进程：从止跌到量价同步修复

成交连续扩张，二手市场接棒成为主引擎

如果说 2023 年是成交冰点，2024 年是政策后成交量修复的一年，2025 年是价格确认底部的一年，2026 年上半年最值得注意的，成交不再只靠一手项目热销，而是一二手同步放量。根据中原数据，2026 年 1-7 月香港私人住宅总成交 43402 宗，同比增长 30.5%；其中二手住宅成交 30175 宗，同比增长 36.5%，显著高于一手住宅 18.6%。二手成交回升通常意味着居民对价格、流动性和换房时点的判断更趋稳定，市场修复也从开发商主导的一手促销，扩散至存量住房交易。

图1：近两年香港一手住宅成交量（单位：套）



资料来源：中原地产、国信证券经济研究所整理

图2：近两年香港二手住宅成交量（单位：套）



资料来源：中原地产、国信证券经济研究所整理

价格修复加速，已从低位反弹转向趋势性回升

根据香港差饷物业估价署数据，截至 2026 年 6 月，香港私人住宅售价指数为 323.2，环比增长 0.3%，同比增长 12.7%，较 2025 年 3 月的 284.9 低点累计上升 13.4%。从高点回撤看，指数仍较 2021 年 9 月的 398.1 低 18.8%，因此目前仍处于深度调整后的修复初期，价格回升不再只是月度波动，而是逐步体现为连续改善，说明买方对月供、租金回报和价格预期的判断较前期改善。

分面积看，修复具有广泛性。截至 2026 年 6 月，40 平方米以下、40—70 平方米、70—100 平方米、100—160 平方米及 160 平方米以上指数同比分别上涨 11.8%、13.1%、14.5%、10.3%和 10.0%。中等面积段涨幅更高，说明成交不再只集中于低总价刚需，改善和置换需求有所修复。

图3: 近两年香港私人住宅售价指数



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图4: 近两年香港私人住宅售价指数 (<40 平米)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图5: 近两年香港私人住宅售价指数 (40 至 69.9 平米)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图6: 近两年香港私人住宅售价指数 (70 至 99.9 平米)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图7: 近两年香港私人住宅售价指数 (100 至 159.9 平米)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图8: 近两年香港私人住宅售价指数 (>160 平米)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

价格修复最重要的基本面锚：租金创新高

租金较售价更早见底，香港住宅租金指数在 2023 年 1 月见底后持续回升，2026 年 6 月达到 205.8，较 2025 年同期增长 5.1%，再创历史新高。租金上涨背后，既有居民回流、人才和学生流入带来的新增租赁需求，也有收入改善的支撑。

从分面积看，2026 年 6 月 40—70 平方米、70—100 平方米和 100—160 平方米租金同比分别上涨 5.8%、7.9%和 8.3%，高于小户型的 3.1%。这与家庭型租赁需求增加、改善型成交回升相一致。价格和租金同步上涨，说明市场已不同于“价格跌、租金也跌”的需求收缩阶段，其基础也强于仅靠政策刺激的短期成交反弹。

图9：近两年香港私人住宅租金指数



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图10：近两年香港私人住宅租金指数（<40 平米）



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图11：近两年香港私人住宅租金指数（40 至 69.9 平米）



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图12：近两年香港私人住宅租金指数（70 至 99.9 平米）



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图13: 近两年香港私人住宅租金指数（100 至 159.9 平方米）



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图14: 近两年香港私人住宅租金指数（>160 平方米）

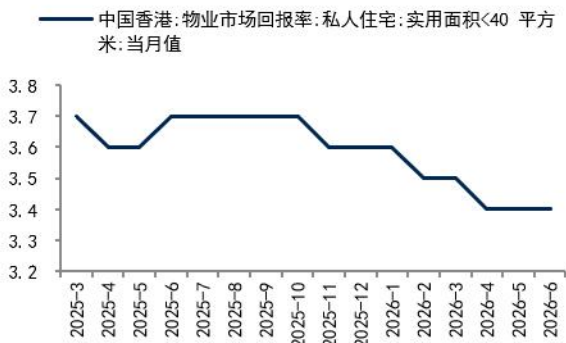


资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

租金回报率收敛，资产现金流重新进入可比较区间

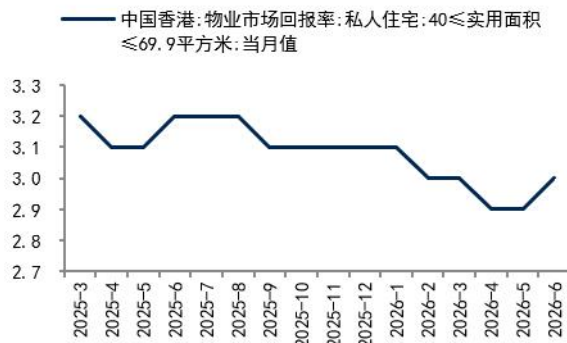
在房价下跌、租金上涨的阶段，租金回报率通常会先行改善。2026 年 6 月，40 平方米以下、40—70 平方米、70—100 平方米、100—160 平方米及 160 平方米以上住宅的租金回报率分别为 3.4%、3.0%、2.7%、2.6%和 2.3%。尽管较 2025 年局部高点有所回落，但这是价格回升快于租金的结果，并不意味着租赁基本面走弱。

图15: 近两年香港私人住宅租金回报率（%）（<40 平米）



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图16: 近两年香港私人住宅租金回报率（%）（40 至 69.9 平方米）



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图17: 近两年香港私人住宅租金回报率(%) (70至99.9平方米)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图18: 近两年香港私人住宅租金回报率(%) (100至159.9平方米)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

判断租金回报率能否支撑房价, 关键仍要看实际按揭成本。香港房贷利率主要与HIBOR、最优贷款利率挂钩, 其中以HIBOR定价的按揭贷款占比较高。简单来说, 香港房贷利率取(HIBOR+1.3%)和(最优贷款利率-1.75%)的最低值, 因此HIBOR下行时, 购房者通常会受益。

截至2026年7月, 一个月HIBOR已回落至2.68%, 明显低于2024年的高利率环境, 但由于P按封顶约束, 市场新增按揭的实际利率目前普遍已稳定在约3.25%, HIBOR的短期波动对月供并不会再形成一对一的传导。换言之, 当前利率改善的主要意义是融资环境已由此前的高位波动转向相对稳定, 购房者可以按约3.25%的成本判断置业回报。对小中户型而言, 租金回报与有效按揭成本的差距较高利率阶段已明显收窄, 自住者的月供压力有所缓和; 但由于新增按揭利率基本锁定在3.25%附近, 短端利率进一步下行对月供改善有限, 投资需求仍要看租金上涨、价格预期和持有现金流能否持续改善。

图19: 近两年香港HIBOR变化(%)



资料来源: 香港金融管理局、国信证券经济研究所整理

图20: 近两年香港新增房贷利率变化(%)



资料来源: 香港金融管理局、国信证券经济研究所整理

结构变化: 中高总价成交增长更快, 置换链开始修复

从成交总价结构看, 也能判断复苏质量。根据中原地产数据, 2026年1-7月, 500万至1000万港元住宅成交19902宗, 同比增长51.1%; 1000万港元以上成交9231

宗，同比增长 81.0%，显著快于低总价段。需要注意的是，这一变化既受低基数影响，也与价格回升有关；但 1000 万港元以上成交增速更快，仍说明改善、置换和资产配置需求有所修复。

置换链一旦打通，对成交有明显放大作用，一套中高总价住房成交，往往同时带动原有住房出售、新房认购或租赁迁移，进而提高存量市场流动性。香港本轮复苏的关键在于交易双方对价格底部、月供和转售流动性的判断逐步趋同。若后续 500 万港元以上交易占比保持高位，价格支撑有望由首置需求向改善需求扩散。

图21: 近两年香港住宅买卖数量 (<100 万)



资料来源: 中原地产、国信证券经济研究所整理

图22: 近两年香港住宅买卖数量 (100 万至 200 万)



资料来源: 中原地产、国信证券经济研究所整理

图23: 近两年香港住宅买卖数量 (200 万至 300 万)



资料来源: 中原地产、国信证券经济研究所整理

图24: 近两年香港住宅买卖数量 (300 万至 500 万)



资料来源: 中原地产、国信证券经济研究所整理

图25: 近两年香港住宅买卖数量 (500 万至 1000 万)



资料来源: 中原地产、国信证券经济研究所整理

图26: 近两年香港住宅买卖数量 (>1000 万)



资料来源: 中原地产、国信证券经济研究所整理

租售关系的再解释: 为何长期同步但本轮租售错位

长期看租售指数基本同步, 但房价波动始终更大

从月度拐点看, 过去二十余年香港住宅售价指数与租金指数总体呈现同周期变化, 拐点大多仅相差数月, 难以据此得出“租金长期领先房价”或“房价长期领先租金”的结论。1997 年 10 月两者同步见顶; 2003 年售价于 7 月触底、租金于 9 月触底, 租金仅滞后 2 个月; 2008 年售价顶部和底部分别较租金早 1 个月和 3 个月; 2019 年阶段顶部中, 售价于 5 月见顶、租金于 8 月见顶, 仍只是 3 个月的时差。更显著的差异在于波动幅度: 1997—2003 年售价累计下跌 66.2%, 租金下跌 48.2%; 2003—2008 年售价上涨 116.8%, 租金上涨 68.3%; 2008—2018 年售价上涨 276.7%, 租金仅上涨 98.5%。

本轮香港住宅市场的特殊之处, 并非租金突然成为房价的稳定领先指标, 而是疫情后租赁需求和购房需求出现了阶段性错位: 2021 年 9 月, 私人住宅售价与租金指数仍大致同步见顶; 其后租金于 2023 年 1 月已触底回升, 而售价指数直到 2025 年 3 月才见阶段低点, 两者相差约 26 个月。

图27：1997-2003 周期房价与租金关系



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图28：2003-2008 周期房价与租金关系



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图29：2008-2018 周期房价与租金关系



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图30：2021-2025 周期房价与租金关系



资料来源：香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

为何本轮租售错位：人口回流率先转化为租赁需求

租金端的率先改善，首先来自疫情后人口流动的快速反转。2022年下半年香港净迁移已转为净流入10.1万人，2023年上半年进一步升至21.2万人，接连创下自1996年以来的新高。居民回流、人才和学生流入，会先转化为租赁需求，但不会同步转化为购房需求。对新到港或重新回港的客群而言，通常先租后买；置业则需要收入、身份和价格预期同时稳定。因此，本轮人口回补首先抬升的是私人住宅的租赁需求。

图31: 1997-2003 周期房价与租金关系



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

图32: 2003-2008 周期房价与租金关系



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

为何本轮租售错位：利率高企抑制购房需求

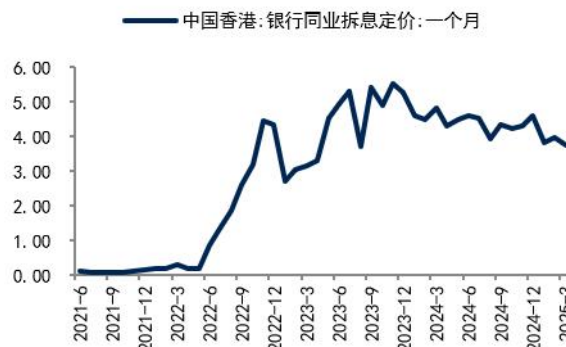
人口流入只能解释租金为何先企稳，并不能解释房价为何未能同步企稳。2021 年 9 月至 2023 年底，按揭参考利率由约 1.4% 升至 4.1%，而 40 平方米以下住宅的毛租金回报率仅由 2.4% 升至 3.2%，40—69.9 平方米住宅的毛租金回报率仅由 2.1% 升至 2.8%，融资成本与持有回报之间仍有明显差距。租金上涨能够改善持有现金流，却不足以抵消月供上升、转售流动性下降和房价继续下跌的预期。因此，租金率先企稳并不足以带动房价同步见底，房价仍需等待融资条件和价格预期改善。

图33: 2021 至 2024 年香港新增房贷利率变化 (%)



资料来源: 香港金融管理局、国信证券经济研究所整理

图34: 2021 至 2024 年香港 HIBOR 变化 (%)



资料来源: 香港金融管理局、国信证券经济研究所整理

图35: 2021 至 2024 年香港私人住宅租金回报率 (%) (<40 平方米)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

图36: 2021 至 2024 年香港私人住宅租金回报率 (%) (40 至 69.9 平方米)



资料来源: 香港差饷物业估价署、国信证券经济研究所整理

为何本轮租售错位：库存升高压制新房市场

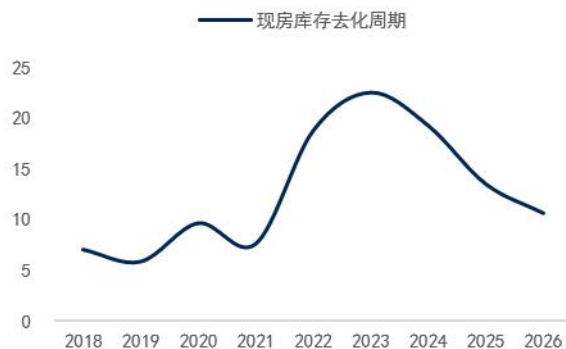
租金止跌回升、房价却未能同步企稳，库存压力也是核心原因之一。在 2023 年租金企稳时，现房库存去化周期由 19 个月拉长至 22 个月，现房加期房库存去化周期由 96 个月升至 102 个月，均显著高于 2011—2021 年 13 个月和 65 个月的历史均值；广义库存去化周期虽小幅回落至 122 个月，但仍明显高于历史均值 81 个月。租金改善尚不足以抵消库存去化缓慢带来的价格压力，因而形成“租金先涨、房价不动”的阶段性错位。

图37: 香港狭义库存和广义库存去化周期



资料来源: 香港房管局、国信证券经济研究所整理

图38: 香港现房库存去化周期



资料来源: 香港房管局、国信证券经济研究所整理

租售关系再复盘：单一变量不足以造成租售同步或错位

本轮租售错位并非由人口、利率或库存中的某一项单独触发，而是这些变量在同一阶段形成了方向相反的传导，造成了租赁和购房需求产生了背离：人口回流先改善租赁需求，高利率、弱预期和高库存则持续压制资产购买需求。历史上单项变量虽曾出现，但租赁和购房需求大多仍同步收缩或同步修复，因此租售拐点通常只相差数月。

人口并不是租金见底的固定领先指标：1997—2003 年间，香港总人口仍增加约

24 万人，但租金和房价分别下跌约 48% 和 66%，说明人口总量增长不足以对抗经济、就业和资产负债表收缩。2003 年 9 月租金见底时，持续净流入尚未真正形成；2009 年 3 月租金见底时，净迁移仍偏弱；2016 年租金见底前，人口已连续净流入较长时间。

历史上，人口更多决定中期住房需求的斜率，而不是决定租金拐点的单一变量。本轮的特殊性，在于疫情后人口回补的规模、速度和时点高度集中，恰好发生在租金低位附近，因而放大了租赁市场的边际需求。

利率同样不是决定租售错位的单一因素：2003 年和 2008—2009 年房价企稳时，融资环境已明显宽松，资产购买需求能够较快恢复；2016 年价格和租金见底时，租金回报率也仍明显高于按揭利率。另一方面，2004—2007 年 HIBOR 持续上行期间，租金和房价仍同步上涨，说明只要经济、收入和资产预期向上，利率上升并不必然压制房价。

本轮不同之处在于，高利率并非孤立出现，而是与价格下跌预期、新盘促销和成交低迷同时叠加，租金改善难以迅速转化为买方对资产价格的重新定价。

供给端亦是如此：2017—2021 年，已落成未售一手单位大多处于 0.9 万—1.2 万套区间，明显低于本轮高位；而本轮已落成未售、在建待售和待开工资源同时存在，开发商之间的价格竞争更具持续性。新盘折价可以在下行期压低二手定价，也可以在库存逐步去化后反过来削弱压价作用，本轮房价滞后的关键正在于后一阶段到来得更晚。

通过研究租售关系我们得出结论：**租金是观察基本面是否托底的领先变量，利率、库存和去化则决定这一托底能否转化为短期价格修复。**

供给约束下的复苏路径：库存、去化与后市推断

库存仍处高位，决定本轮不是无约束上涨

香港私人住宅供给受土地、审批和建设周期约束，调整较慢，但在本轮下行后，已落成未售、在建待售与待开工构成的广义库存仍然不低。根据香港房管局数据，截至 2026 年一季度末，香港一手私人住宅已完工未售库存约 2 万套、在建待售库存约 6.2 万套、待开工单位约 1.9 万套，分别占比 20%、61%、19%，合计广义库存约 10.8 万套。相较历史峰值，现房、在建和待开工库存均已明显回落，但仍处高位，其去化周期分别为 11 个月、43 个月、53 个月，较高库存仍是未来数年价格修复需要面对的约束。

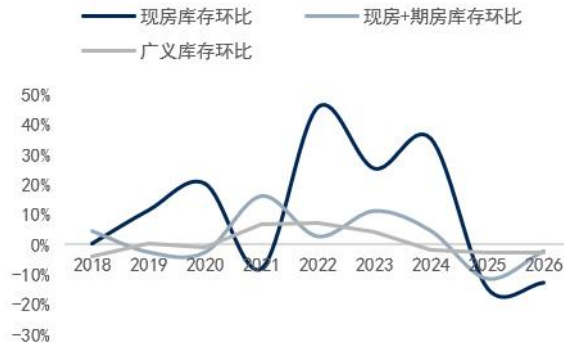
香港住宅供给的低弹性，是房价长期波动较大的制度背景之一。短期内，地价、卖地次数和可开发面积会随财政、开发商风险偏好与市场环境变化而调整；中期看，从土地取得到预售、落成往往需要较长时间，供给无法对租金和价格变化即时响应。供给弹性较低，也使得需求一旦稳定，租金和价格更容易较快修复。

图39: 香港新房库存总量（套）



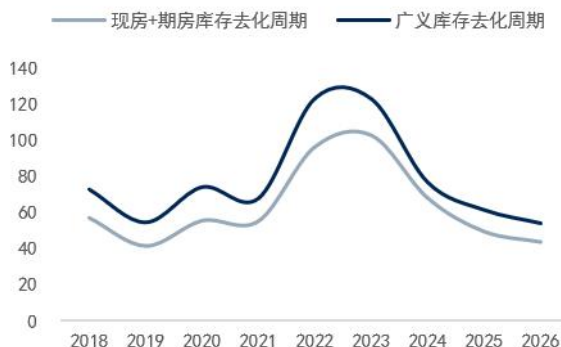
资料来源：香港房管局、国信证券经济研究所整理

图40: 香港新房库存环比



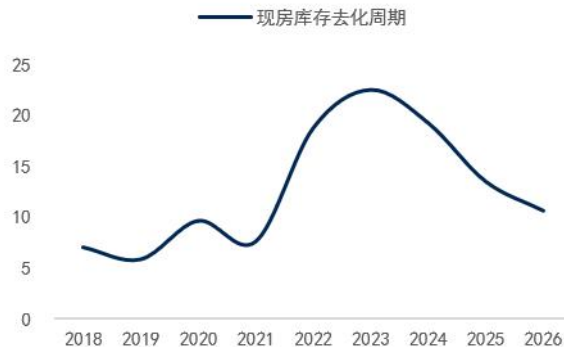
资料来源：香港房管局、国信证券经济研究所整理

图41: 香港狭义库存和广义库存去化周期



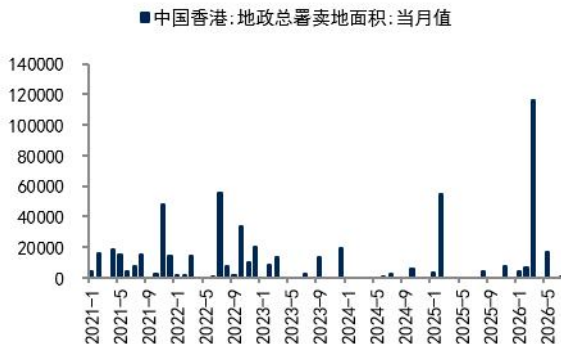
资料来源：香港房管局、国信证券经济研究所整理

图42: 香港现房库存去化周期



资料来源：香港房管局、国信证券经济研究所整理

图43: 香港土地出让次数



资料来源：香港地政总署、国信证券经济研究所整理

图44: 香港土地出让面积



资料来源：香港地政总署、国信证券经济研究所整理

一手去化改善为价格提供支撑，但开发商仍有主动定价权

一手成交在 2025 年已明显改善，2026 年 1—7 月继续保持增长。与内地不同，香港新房市场的供给节奏与开发商推盘策略对短期成交影响较大：开发商可以通过定价、付款方式、佣金和渠道安排控制去化节奏。市场回暖初期，通过贴近二手可比价的定价换取成交，既可以加速现金回笼，也会对周边二手房价格形成参照。

但随着二手成交扩大、租金上升和库存下降，一手“低开”的必要性会逐步下降。后续判断新房对价格的影响，要观察整体去化率、可售库存和新推盘定价。若新盘持续以低价快速去化，说明需求虽在恢复，但价格仍有压力；若折扣收窄而去化不弱，价格修复的持续性更强。

表1：典型项目从低开去化到收窄折扣/提价的路径（2025—2026 年）

项目	2025 年定价/优惠	2026 年调整
西沙某项目	2025 年 4 月首批均价 10500 港元/呎，较周边二手低约 20%；同年 12 月加推已升至约 11000 港元/呎	2026 年 1 月加推均价 11500 港元/呎，较上年末上升 3.3%
天后某项目	2025 年 9 月首批均价约 24500 港元/呎，最高折扣 30%	2026 年 1 月将最高折扣由 30%大幅削至 18%，个别单位实际加价 12.7%
油塘某项目	2025 年 11 月约 15%折扣，均价 15500 港元/呎，较首批已加价约 1%—2%	2026 年 2 月开发商削减优惠，加价近 10%

资料来源：香港房管局、国信证券经济研究所整理

商业地产仍偏弱，不宜将住宅修复外推为全物业周期反转

与住宅市场形成鲜明对比的是，商业地产尚未出现同步修复。2026 年 6 月，香港私人住宅售价指数同比上涨 12.7%，租金指数同比上涨 5.1%；同期，私人写字楼售价指数为 297.2，同比仍下降 3.7%，租金指数为 209.7，同比下降 0.7%。其中，甲级写字楼售价指数虽较年初低位有所回升，但仍未改变整体偏弱格局；零售物业售价指数亦由 2025 年 6 月的约 331.0 降至 2026 年 6 月的 317.8。

住宅与写字楼、零售物业的需求逻辑不同。住宅主要受人口、租赁、按揭和家庭资产配置影响，当前租金和成交均已改善；写字楼则面临企业办公需求、供给和经济结构调整等多重压力，价格和租金修复通常慢于住宅。因此，不能将住宅修复简单外推为香港全物业周期反转。

图45：甲级写字楼售价指数



资料来源：香港地政总署、国信证券经济研究所整理

图46：商业地产售价指数



资料来源：香港地政总署、国信证券经济研究所整理

图47: 甲级写字楼租金指数



资料来源: 香港地政总署、国信证券经济研究所整理

图48: 商业地产租金指数



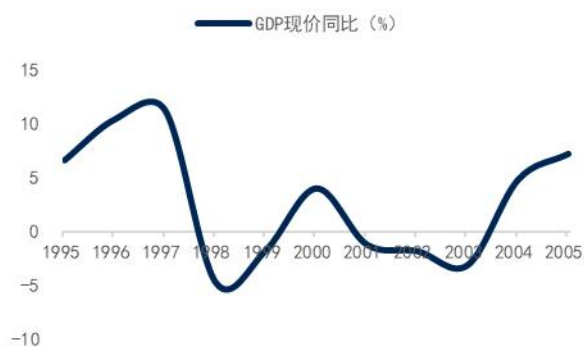
资料来源: 香港地政总署、国信证券经济研究所整理

对比 1997-2008: 不是金融危机式出清, 缺少强宏观与全球流动性的共振

1997—2003 年的香港楼市下跌, 本质上是资产泡沫破裂、本地金融与经济冲击、失业率上升和高杠杆共同作用的结果, 住宅价格累计回撤约 66%, 调整长达 69 个月。2021—2025 年则更多是高估值、利率上行、疫情后人口和需求扰动、交易限制叠加所致, 价格从 2021 年 9 月高点至 2025 年 3 月低点回撤约 28.4%, 调整 42 个月。

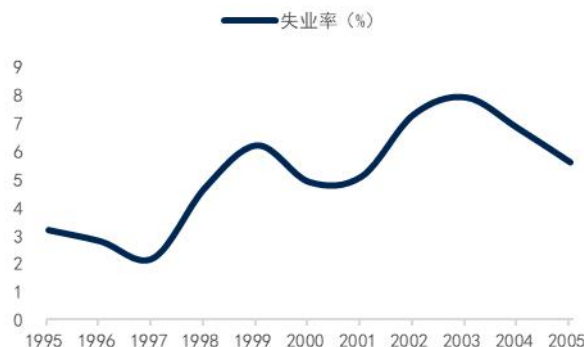
当前香港就业仍相对稳定, 租金已先于房价创新高, 银行体系也未出现系统性信用收缩; 因此, 如我们前几篇复盘报告所述, 当前市场更像“估值回调和利率变化后的修复”, 而非 1997 年后持续的被动去杠杆, 整体风险也显著低于当时。

图49: 1997-2003 周期前后香港 GDP 现价同比



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

图50: 1997-2003 周期前后香港失业率



资料来源: 香港政府统计处、国信证券经济研究所整理

2003 年后香港住宅的恢复性上涨, 叠加了低利率、经济复苏、访港消费与内地经济高速增长、供应偏紧等因素; 其后全球流动性环境进一步放大了资产价格上行。2026 年的共同点是价格经历较深调整、租金回升、政策转向支持交易, 但不同点同样明显: 全球利率中枢较高、外部不确定性更大、香港经济增速和居民收入的上行斜率更温和, 且一手库存高于当年的紧平衡状态。

因此，本轮预计不会复制 2003—2008 年快速、全面、持续的大幅上涨。我们认为，中期香港住宅价格将随租金、利率和成交改善逐步修复，全年和季度节奏仍会受到 HIBOR 波动和新盘供应影响。

短期判断：房价进入中低斜率修复

市场已由低位反弹转向基本面验证。7 月价格环比小幅回落非趋势反转，售价指数自 2025 年 3 月低点已累计上涨约 12.8%，年内上涨约 7.3%，此前利率回落、政策松绑和市场情绪改善带来的修复已得到体现。我们认为，往后价格能否继续上涨，不能只看租金和利率，还要看二手成交能否维持、新盘是否继续折价，以及居民收入和换房意愿能否跟上。

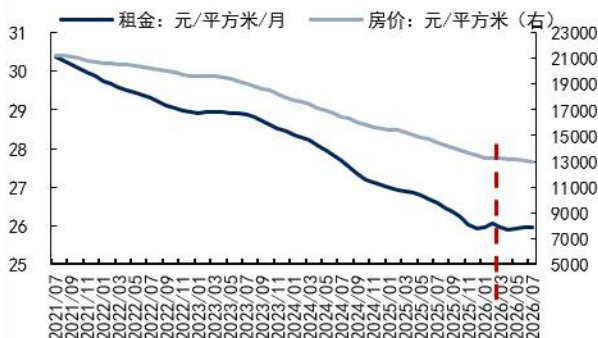
因此，虽然短期不能把 7 月单月回落过度解读为市场重新转弱，但房价上行速度大概率会放慢。若租金继续走强，已完工未售库存延续下降，新盘优惠进一步收窄，二手成交保持活跃，则 7 月回调更可能修复过程中的正常震荡；反之，若开发商重新加大折价、二手成交转弱，或融资条件出现反复，价格修复仍会受阻。中短期看，租金是价格企稳的验证，利率、库存和去化成交决定修复的斜率与持续性，我们认为全年香港售价指数涨幅在 10% 以内。

对内地房地产的借鉴意义：重视租金反季节上涨

我们在年初的香港楼市复盘曾提出，租金回报率超过按揭利率是本轮香港楼市复苏的主要传导链条，但对比内地来说，核心城市二手房租金指数仍未止跌，当前呈“租售价格双降但售价跌幅更快”的格局。

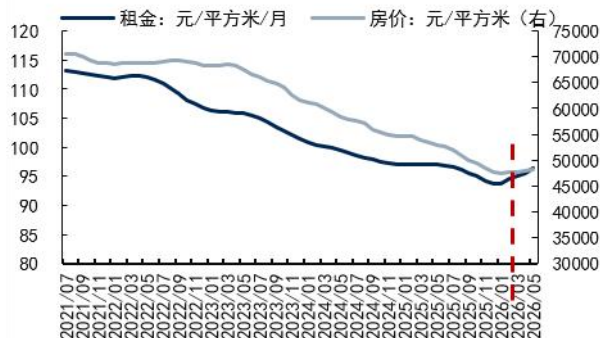
但是根据最新高频数据，7 月 80 城租金价格为 25.96 元/平方米/月，延续了 5 月开始的上涨趋势，这是自 2021 年租金系统性下跌以来，首次出现淡季的租金上行。此外，租金连续两个月的上行并非局限于个别城市，而是广泛存在于不同能级的城市，包括上海、中山、佛山、兰州、北京、南京、南宁、南昌、南通、台州、合肥、大连、天津、太原、威海、常州、广州、廊坊、徐州、惠州、成都、新乡、无锡、昆明、杭州、武汉、江门、沈阳、济南、深圳、烟台、盐城、福州、芜湖、苏州、襄阳、许昌、贵阳、郑州、重庆、金华、银川、镇江、长春、马鞍山等。因此我们可以认为，**租金走强并非来自于季节性，而是出现了真实的改善。**

图51：全国租金和房价走势



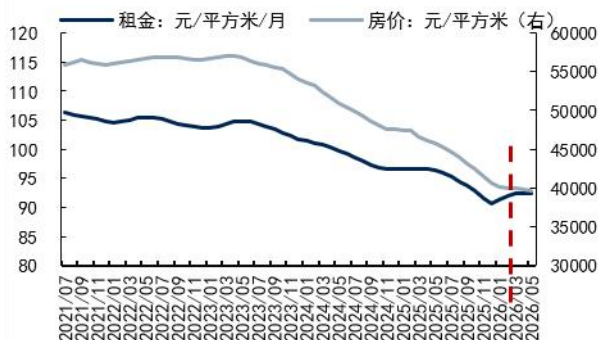
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图52：上海租金和房价走势



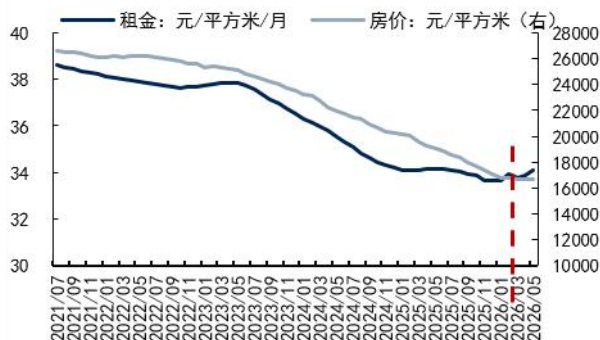
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图53：北京租金和房价走势



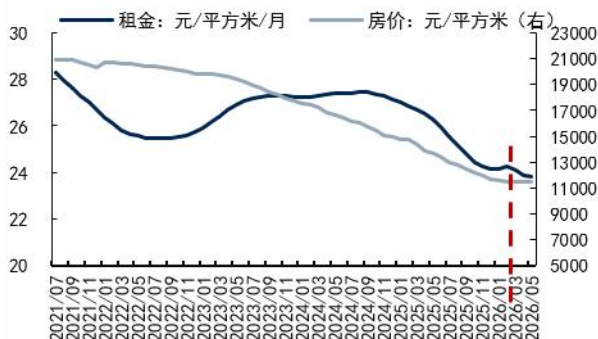
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图54：苏州租金和房价走势



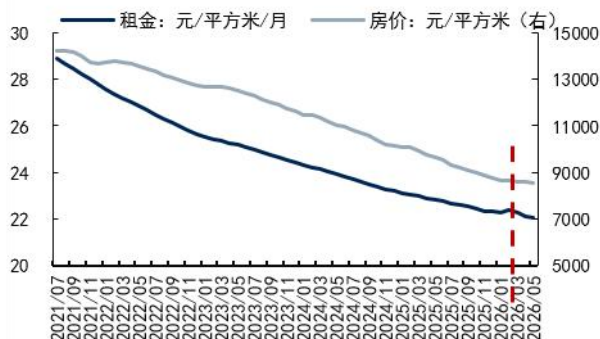
资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图55：合肥租金和房价走势



资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

图56：郑州租金和房价走势



资料来源：冰山指数，国信证券经济研究所整理

相较于租金收益率，租金预期对房价的横向和纵向表现，具备较强的解释力，稳住租金，才能稳住房价，当前市场对数据改善漠不关心的主要是因为缺乏对房价

止跌的逻辑解释，租金连续数月反季节走强，意义类似于股票的 EPS 止跌回升，为房价的止跌提供了资产定价角度的逻辑支撑。

风险提示

- 1) 海外通胀与利率超预期上行，导致 HIBOR 与按揭利率反弹；
- 2) 香港就业、收入和资本市场表现弱于预期，削弱本地置业与改善需求；
- 3) 内地买家需求、人才流入或租赁需求不及预期；
- 4) 全球地缘政治、金融市场波动或联系汇率相关风险对风险偏好造成冲击；
- 5) 客观环境不同导致香港经验对内地失效的风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032